

# La crisis financiera asiática<sup>1</sup>

Angel Vilariño

## ***Devaluaciones y caídas de las bolsas***

Durante la segunda mitad de 1997 y hasta mediados del año siguiente<sup>1</sup>, los precios de las divisas, acciones y bonos de un amplio grupo de países del sudeste asiático sufrieron graves convulsiones. Tailandia mostró los primeros síntomas de debilidad y después comenzaron los problemas en Malasia, Indonesia y Filipinas. Posteriormente la onda llegó a Corea del Sur. Por último Taiwán, Singapur y Hong Kong, aunque a otro nivel, también sufrieron ataques especulativos y caídas bursátiles.

El 2 de julio de 1997 con la devaluación del *baht* tailandés se inició una etapa de profundo deterioro de los mercados financieros. Un año después, la depreciación de las divisas de la zona (Cuadro1) alcanzó unos niveles que antes nadie habría podido prever. La única divisa que resistió los ataques fue el dólar de Hong Kong<sup>2</sup>, que aguantó las fuertes presiones mediante enérgicas medidas de control del mercado y fuertes subidas de los tipos de interés, además de disponer de una excepcional volumen de reservas; el rango de la depreciación del resto de las divisas respecto al dólar estadounidense se situó entre el 15% de Singapur hasta el 83% que se depreció la rupia indonesia. Los rendimientos bursátiles también registraron fuertes caídas, siendo en este caso la bolsa de Taiwán la que mejor resistió, con una pérdida anual del 16%. En el otro extremo, las bolsas de Indonesia, Corea del Sur y Tailandia se situaron en niveles de pérdidas superiores al 50%. Un inversor, cuyo patrimonio estuviera contabilizado en dólares y con la inversión colocada en las bolsas en la divisa local, habría sufrido la caída que aparece en la columna Total del Cuadro 4.1. Las caídas combinadas de la bolsa de Tailandia y el *baht*, acumularon una pérdida del 93%, mientras que Taiwán registra la pérdida más contenida, con un 32%.

Cuadro 4.1. Depreciaciones de las divisas respecto al dólar de Estados Unidos y caídas bursátiles en 1 año (en %); 1/7/97 - 30/6/98

	Divisa	Bolsa	Total <sup>3</sup>
Tailandia	-41	-53	-72
Malasia	-39	-39	-63
Indonesia	-83	-58	-93
Filipinas	-37	-36	-60
Corea del Sur	-35	-56	-71
Taiwan	-19	-16	-32

<sup>1</sup> Capítulo 4 de "Turbulencias financieras y riesgos de mercado"

Hong Kong	0	-43	-43
Singapur	-15	-46	-54

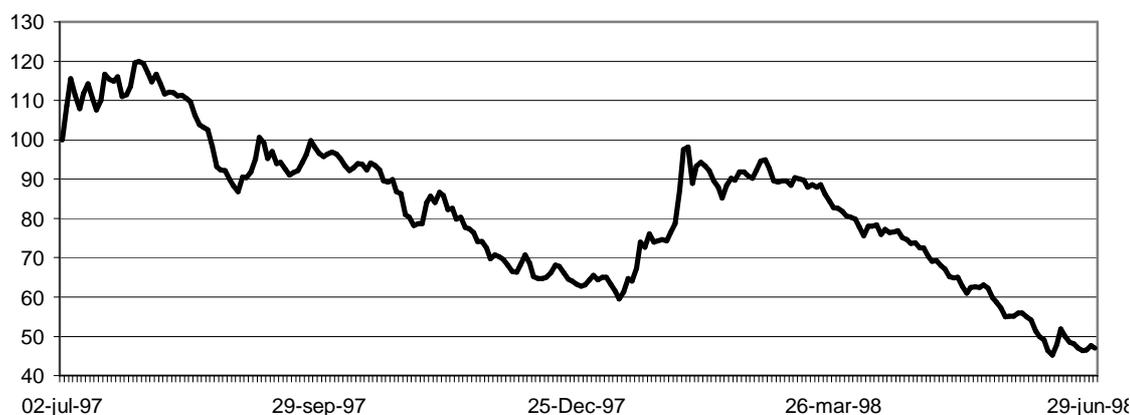
En el Gráfico 4.1. puede observarse que en el caso del *baht* tailandés hubo momentos donde la depreciación alcanzó mayores niveles que el registro anual del Cuadro 1. El mismo comportamiento estuvo presente en todas las divisas, reflejando una situación de gran volatilidad y sobre-reacción de los mercados.

Gráfico 4.1. Baht tailandés en dólares 30/6/97 30/6/98 100 = 30/6/97



La economía de estos países sufrió un fuerte deterioro, con reducción del crecimiento, aumento del paro, quiebras de bancos y cierres de empresas, que se unió en algunos casos a movimientos y conflictos sociales y políticos. El PIB de Corea del Sur registró una caída del -5.8% en 1998, cuando se había movido en un rango entre 5 y 10% de aumento en un largo período anterior, y la tasa de desempleo pasó de un 2% a un 8.1% en marzo de 1999. En Tailandia la caída del PIB en 1998 fue de un -10% anual y en Indonesia, de un -13.7%. Las repercusiones de estos sucesos económicos y financieros afectaron a la economía mundial, incluido Estados Unidos.

Gráfico 4.2. Índice Bolsa de Tailandia 2/7/97 - 30/6/98 100 = 2/7/97



### ***Una crisis no anticipada***

La crisis se produjo en un conjunto de países cuyos parámetros económicos y financieros parecían estar lejos del perfil establecido para detectar situaciones vulnerables. La opinión dominante en los años anteriores a la crisis sobre la situación de estas economías se puede resumir en una fuerte tasa de crecimiento sostenido, con gran agresividad exportadora y alto ritmo de inversión; y junto a estos parámetros hay que añadir la idea de un capitalismo sui generis, muy eficaz desde el punto de vista de los resultados, articulado mediante una estrecha colaboración de los gobiernos, las empresas y las entidades financieras, y con una intervención muy selectiva del estado. La palabra “milagro” aparecía frecuentemente en la literatura sobre estas economías y era la síntesis del estereotipo. Antes de julio de 1997, el sentimiento dominante entre los gerentes de fondos de inversión y fondos de pensiones, bancos de inversión y bancos comerciales, compañías de seguros, administradores de *hedge fund*, y en organizaciones internacionales como el FMI y otros, era de un gran optimismo sobre la salud económica de los países asiáticos.

Como se ha repetido frecuentemente, la crisis asiática fue muy poco anticipada<sup>4</sup>. En 1996 algunos analistas detectaban un aumento del déficit de la balanza por cuenta corriente de algunos países, pero las conclusiones que se derivaban no eran de crisis, sino de un pequeño descenso en el ritmo de crecimiento y una posible ligera devaluación en el caso de Tailandia. En junio de 1997 la media de pronósticos<sup>5</sup> sobre el crecimiento económico de la región se situaba en torno a un 7%. Un mes después –ya iniciada la crisis– los pronósticos cambiaron de un 8% al –15% para Indonesia, del 6% al –7% para Malasia, del 8% al –3% para Corea del Sur, del 6% al –4% para Filipinas y del 6% al 2% para Tailandia. Los datos indican un cambio radical en las expectativas de crecimiento, demostrando la ausencia de anticipación previa a la crisis, pero aún después, los diagnósticos sobre el curso previsible de los acontecimientos, realizados en los primeros meses de crisis, siguieron siendo muy optimistas respecto a lo que posteriormente ocurrió. La “solidez” de estas economías, su “fuerte ritmo de crecimiento” y

argumentos similares, fueron esgrimidos para defender que crisis como la del peso mexicano, no podía ocurrir en aquellas economías.

## **Calificaciones y agencias**

Un caso notable es el de las agencias de calificación; sobre el papel se pueden considerar como una de las organizaciones con mayor experiencia en la valoración de riesgos, contando con la mejor información disponible, con capacidad para obtenerla de los responsables económicos de los gobiernos, y dotados de un cuerpo de profesionales con alta preparación técnica y gran experiencia. En los Cuadros 4.2. y 4.3. se recogen las calificaciones realizadas por Moody's, Standard & Poor's y Fitch IBCA en diferentes momentos, antes y después del inicio de la crisis. Durante una larga etapa, anterior a la crisis, no se produjeron cambios de importancia y las calificaciones estaban situadas en niveles altos. Esto confirma la idea de que la crisis no fue detectada por aquellos que mejor podrían haberlo hecho.

Moody's en el caso de Tailandia, bajó su calificación un grado, de A2 a A3, pero sigue siendo una calificación muy robusta. Fitch IBCA<sup>6</sup> realizó un ejercicio autocrítico sobre los errores de las agencias de calificación, entre las que se incluía, y reconocía explícitamente que los cambios tan grandes en las calificaciones, antes y después de la crisis, era una prueba de que habían existido errores en las valoraciones realizadas. En el balance publicado por Fitch IBCA sobre las causas de los errores de apreciación, destacaba varios aspectos que es interesante reseñar, ya que nos permite comprender mejor la forma de pensar de uno de los agentes importantes del mercado, que ejerce una notable influencia sobre amplios sectores de profesionales e inversores. Hay que tener en cuenta que las calificaciones de las agencias sobre emisiones públicas y privadas se utilizan rutinariamente como elemento valorativo para la toma de importantes decisiones de inversión.

Cuadro 4.2. Calificaciones de la deuda a largo plazo en divisas extranjeras<sup>7</sup>  
Tailandia

	<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Moody's</b>
1989	A – (junio)	A2 (agosto)
1994	A (diciembre)	
1997	A – (septiembre) BBB (octubre)	A2 (13 febrero) A3 (8 abril) A3 (18 septiembre) Baa1 (1 octubre) Baa3 (27 noviembre) Ba1 (21 diciembre)

Cuadro 4.3. Calificaciones de la deuda a largo plazo en divisas extranjeras<sup>8</sup>

Corea del Sur

	<b>Fitch IBCA</b>	<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Moody's</b>
1986			A2 (noviembre)
1988		A+ (octubre)	
1990			A1 (abril)
1995		AA- (mayo)	
1996	AA – (junio)		
1997	A+ (11 noviembre) A (26 noviembre) BBB- (11 diciembre) B- (23 diciembre)	A+ (24 octubre) A- (25 noviembre) BBB- (11 diciembre) B+ (22 diciembre)	A3 (27 noviembre) Baa2 (10 diciembre) Ba1 (21 diciembre)

Los factores que el documento de Fitch IBCA destacaban eran, 1. La importancia que había que conceder a un volumen alto de deuda a corto plazo, aunque el país tuviera bajos niveles de deuda; 2. La necesidad de tener en cuenta, en el análisis de la deuda externa, no solo la del sector público, sino también la del sector privado; 3. La importancia de la transparencia en los datos y en las políticas, considerado como un factor crucial; 4. El hecho de que la política de anclaje de una divisa a otra puede resultar un mecanismo inapropiado; 5. La sobrevaloración de la capacidad de los responsables de la política económica; 6. Los problemas de solvencia de bancos y empresas privadas pueden ser factores relevantes para la aparición de crisis soberanas, y 7. La posibilidad de que existan mecanismos de contagio que propaguen rápidamente la crisis a otras economías dotadas de relativa fortaleza económica.

Estas reflexiones realizadas en un tono de franqueza son, cuando menos, sorprendentes. Parece que son aspectos que ya en la década de los noventa tendrían que haberse tenido en cuenta. Las agencias disponen de una metodología depurada para realizar su trabajo y multitud de modelos, variables y ratios son tenidos en cuenta. Además, como ellos indican, también es necesario incluir el juicio de los analistas y de los miembros de los comités de *rating*, para llegar a una opinión definitiva. Este planteamiento, metodológicamente hablando, no es desde mi punto de vista equivocado, ya que ningún modelo formal es suficiente para evaluar la solvencia. No obstante, un aspecto muy importante es como se forma el juicio. En este sentido la frase de André Orléan<sup>9</sup>, “la miopía es una construcción social, no es un fenómeno de irracionalidad individual”, plantea un enfoque muy sugerente para la reflexión.

El juicio de las agencias de calificación, en mi interpretación, está conformado mediante las convenciones dominantes, y estas maduran y se consolidan de manera informal mediante múltiples mecanismos de opinión, en muchos casos sin contrastes y con una fuerte componente de conjeturas. Ese “juicio medio” es el resultado de un consenso donde son parte activa la actual línea hegemónica del mundo académico, que aportan los modelos formales para dar autoridad y

legitimar; los organismos públicos como la Reserva Federal, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Pagos de Basilea, que regulan y recomiendan; las propias agencias de calificación mediante sus publicaciones y las calificaciones que otorgan; y los medios de comunicación especializados en temas económicos y financieros. En ese consenso, establecido antes de la crisis asiática, los problemas específicos que presentaban las economías que entraron en crisis, simplemente, no estaban catalogados. Y en este sentido el documento de Fitch IBCA es toda una prueba. Determinados problemas no se ven porque previamente no se mira hacia ellos y aunque estén delante, son invisibles para el paradigma que es hegemónico. Además si existen voces discrepantes, que siempre aparecen, el consenso actúa y coloca en situación muy incómoda a los heterodoxos.

La amplia referencia a las agencias no busca el objetivo de responsabilizarlas de la crisis, debido a lo equivocado de sus valoraciones. Es únicamente un ejemplo representativo de la dificultad del análisis financiero, y en particular de la predicción de crisis de solvencia, bien sea de empresas, bancos o países. En esa dificultad hay que incluir las convenciones establecidas, pero eso es un patrimonio de todos, y no solo de las agencias de calificación.

Desde que la crisis comenzó a manifestarse, ha habido una intensa búsqueda de explicaciones. La situación previa se ha mirado con lupa, buscando cualquier indicio de debilidad. Fruto de ese esfuerzo conocemos hoy mucho mejor las pautas de crecimiento económico y financiero que han tenido lugar en esos países. En cierto sentido se puede hablar de dos crisis, la que se produjo en el mundo real, y la que tuvo lugar en el mundo de las ideas, en la medida en que ciertos hechos parecía que no encajaban bien en los modelos establecidos. La ausencia de amplios déficits públicos, el sostenido ritmo de crecimiento, la relativa moderada inflación, las altas tasa de inversión y ahorro parecían difícilmente reconciliables con la profundidad de la crisis.

Pero sigue existiendo un déficit en la capacidad interpretativa de los diferentes modelos, debido a que conocemos de forma muy imperfecta ciertas variables que juegan un papel crítico en los propios hechos, y deberían tener un papel destacado en los modelos teóricos. Estas variables hacen referencia a los criterios de comportamiento de los agentes económicos que toman decisiones, que son los que en definitiva compran y venden los activos financieros; desarrollan estrategias de inversión; en algunos casos deciden, en determinados momentos, realizar ataques especulativos contra divisas que consideran débiles, y en resumen, intervienen activamente en los mercados financieros. En los modelos de corte macroeconómico la presencia de estos agentes está muy desdibujada y da la impresión de que los resultados del modelo son producidos por la acción autónoma de ciertas variables macroeconómicas que se erigen en verdaderas protagonistas de la situación, dotadas de vida propia y que guían de forma unívoca las decisiones de los agentes. Esto produce una cierta sensación de determinismo y de vaciado de la acción humana.

Las dificultades para integrar en los modelos los criterios de decisión de los agentes, son grandes, pero esa dificultad no se puede resolver por la vía de la simplificación o la aniquilación. Hay un problema importante de heterogeneidad

de los agentes, basada, en las diferentes estrategias de inversión, en las distintas posiciones que mantienen y en la utilización de conjuntos de información muy desiguales. Dentro de este concepto existe una variable de gran relevancia y es el conocimiento de quién está moviendo al mercado. Los grandes operadores tienen una ventaja informacional sobre el resto, que no solo se debe a los mayores recursos técnicos y humanos, sino especialmente a que saben que son ellos, los que, mediante determinadas operaciones, en determinadas circunstancias, están moviendo los precios, o están provocando la reacción del mercado, y eso da una ventaja considerable.

El análisis retrospectivo de los acontecimientos es sin duda necesario pero no suficiente, porque llegado el caso de que se descubra que tal o cual variable presentaba antes de la crisis un determinado perfil, la pregunta que no tiene fácil respuesta es si quienes tomaron las decisiones realmente tuvieron en cuenta esa variable, qué peso le dieron, cómo la interpretaron y a qué conclusiones llegaron.

Antes de entrar en el desarrollo de la crisis vamos a realizar una visión panorámica de los principales factores que pueden ayudarnos a entender los hechos, pero insistiendo en que gran parte de lo que viene a continuación es una síntesis de la investigación realizada<sup>10</sup> después de la crisis, por lo que probablemente, y esto es pura conjetura, dichos factores no fueron incorporados necesariamente en el conjunto de información de los agentes protagonistas.

### ***Un largo período de fuerte crecimiento***

En el cuadro 4 se recogen las tasas de variación del PIB anualizadas en donde no parece observarse una ruptura en 1996 respecto a los años anteriores, salvo quizás en el caso de Tailandia. En cualquier caso, para el conjunto de los países, el perfil seguía siendo de fuerte crecimiento y con tasas que marcaban un claro diferencial positivo, tanto respecto al resto del mundo, como a cualquier grupo de países que se tome como referencia.

Cuadro 4.4. Variación en % PIB<sup>11</sup>

	90-95	1996	1997	1998	1999
<b>Tailandia</b>	9,0	5,5	-1,8	-10,4	4,1
<b>Malasia</b>	8,9	8,6	7,5	-7,5	5,4
<b>Indonesia</b>	8,0	7,8	4,7	-13,2	0,2
<b>Filipinas</b>	2,3	5,8	5,2	-0,5	3,2
<b>Corea del Sur</b>	7,8	7,1	5,0	-6,7	10,7
<b>Hong Kong</b>	5,0	4,5	5,0	-5,1	2,9
<b>Taiwán</b>	6,4	5,7	6,7	4,6	5,7
<b>Singapur</b>	8,6	6,9	8,0	1,5	5,4

La economía de Tailandia sufrió ya en 1997 el impacto de la crisis, con una caída del 1,8%. Los cifras del año 1998 dan una primera medida de la profundidad del impacto sobre el crecimiento económico en la región.

## ***Alto ratio inversión- producto***

El alto ritmo de crecimiento se ha sustentado en tasas de ahorro e inversión muy altas, y en el Cuadro 5 se reflejan los porcentajes sobre el PIB. En general no se detecta discontinuidad en 1996 respecto al comportamiento medio anterior e incluso puede hablarse de un ligero aumento. En algunos análisis de la crisis este importante peso de la inversión ha sido esgrimido como un factor desfavorable, ya que es difícil mantener la eficacia de la inversión con volúmenes tan altos. Se hicieron cuantiosas inversiones inmobiliarias y realizado grandes obras de infraestructura que luego fueron utilizadas parcialmente. También se dio una alta concentración de inversiones en sectores vinculados a la exportación, semiconductores, acero, químico y automóviles, que sufrieron en 1996 una ralentización en el crecimiento.

Cuadro 4.5. Ratio Inversión- PIB<sup>12</sup>

	<b>90-95</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
<b>Tailandia</b>	41,0	41,7	33,2	26,1	26,8
<b>Malasia</b>	37,5	41,5	42,9	26,7	23,7
<b>Indonesia</b>	31,3	30,7	31,8	19,1	11,6
<b>Filipinas</b>	22,4	23,1	24,9	20,4	18,8
<b>Corea del Sur</b>	36,8	38,4	34,2	21,2	26,8
<b>Hong Kong</b>	29,6	32,1	34,6	29,7	25,4
<b>Taiwán</b>	24,0	21,2	24,2	24,9	24,4
<b>Singapur</b>	34,9	35,3	38,7	33,5	32,7

La eficiencia de la inversión ha sido cuestionada mediante el análisis del ratio que pone en relación la variación de la inversión, -el incremento del stock de capital-, con la variación del producto, el ICOR<sup>13</sup> En el Cuadro 6 se muestra la evolución del ratio en los períodos 1987-1992 y 1993-1996. Un aumento del ratio se interpreta como una disminución de la eficiencia, ya que dicho aumento es el resultado de la utilización de una mayor cantidad de capital por unidad de variación del producto.

Cuadro 4.6. Evolución del ICOR<sup>14</sup>

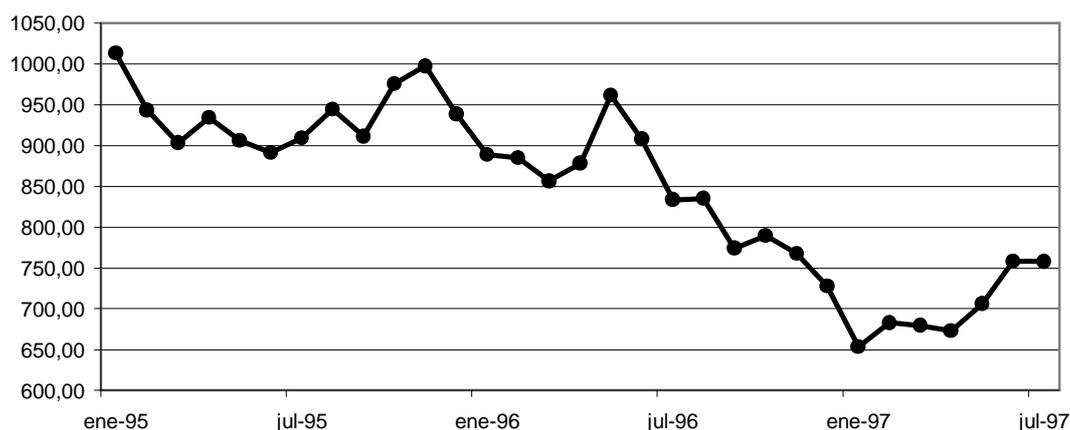
	1987-1992 (A)	1993-1996 (B)	Cociente B/A <sup>15</sup>
Hong Kong	3,7	6,1	1,65
Taiwán	2,4	3,9	1,63
Tailandia	3,4	5,1	1,50
Malasia	3,7	4,8	1,30

Corea	3,8	4,9	1,29
Singapur	3,6	4,0	1,11
Indonesia	4,0	3,8	0,95
Filipinas	6,0	5,5	0,92

Como indican Corsetti et al., una medida tan agregada no proporciona información acerca de los problemas de baja rentabilidad y eficiencia que pueden producirse en determinados sectores. Y también se ha dicho, que para crear problemas de inestabilidad financiera, es suficiente que en algún sector o grupo económico relevante aumenten las insolvencias, para que el conjunto del sistema bancario pueda verse afectado, debido a la red de relaciones interbancarias. Además, la interpretación del ICOR, como inverso de la productividad del capital, está de hecho considerando que existe una relación única entre cantidad de capital y producto. Por otra parte este tipo de cálculos son muy sensibles a la muestra utilizada y a pesar de tomar períodos de varios años, en los resultados influyen de forma decisiva los años iniciales y finales de la muestra.

Desde un punto de vista financiero parece más interesante, como factor de vulnerabilidad, la debilidad que se manifestó en un número amplio de conglomerados coreanos antes de la crisis o la crisis abierta en el sistema financiero tailandés antes de la devaluación del baht. En Corea se estableció un cuadro de fuerte fragilidad financiera debido a la combinación de empresas con altos ratios de endeudamiento y con pérdidas, o en otros casos descensos en los niveles de beneficios. La evolución de la bolsa de Corea no estuvo ajena a estos hechos y en el Gráfico 4.3. se percibe el movimiento a la baja durante 1996 y el primer semestre de 1997.

Gráfico 4.3. Bolsa de Corea Indice Kospi



## ***Inflación controlada***

El incremento de los precios estuvo muy contenido, teniendo en cuenta que son economías con tan altas tasas de crecimiento y fuertes procesos de cambio estructural. La tasa de inflación era similar a la de los países de economías más maduras, y en el 96 no se rompió la tendencia.

Cuadro 4.7. Tasa de Inflación anual

	90-95	1996	1997	1998	1999
Tailandia	5,0	5,9	5,6	8,1	0,3
Malasia	3,7	3,5	2,7	5,3	2,8
Indonesia	8,7	7,9	6,6	58,5	20,5
Filipinas	10,6	9,1	5,9	9,8	6,6
Corea del Sur	6,6	5,0	4,5	7,5	0,8
Hong Kong	9,3	6,3	5,8	2,8	-4,0
Taiwán	3,8	3,1	0,9	1,7	0,2
Singapur	2,7	1,4	2,0	-0,3	0,5

El fuerte incremento de los precios que se produjo en Indonesia hay que situarlo dentro de la grave crisis política y social abierta en aquel país.

### ***Equilibrio de las finanzas públicas***

Los saldos del presupuesto público están recogidos en el Cuadro 8. Se observan desde la existencia de fuertes superávits, - Hong Kong, Singapur y Tailandia -, hasta déficits muy moderados y equilibrio en el resto, exceptuando a Taiwán.

El saldo de la deuda pública en circulación es reflejo de esa situación saneada de las finanzas públicas, que presenta cifras moderadas en términos de porcentaje sobre el PIB. Las emisiones de deuda pública, fundamentalmente a corto plazo, se realizaron más como consecuencia de la política de esterilización del aumento de liquidez provocado por los flujos externos de capital que por las necesidades de financiación de origen interno.

Cuadro 4.8. Saldo cuentas públicas sobre PIB

	90-95	1996
Tailandia	3.2	2.4
Malasia	-0.4	0.7
Indonesia	0.2	0.2
Filipinas	-1.1	0.3
Corea del Sur	0.2	0.5
Hong Kong	1.6	2.2
Taiwán	-5.0	-6.6
Singapur	9.4	6.8

## **Apertura al exterior**

En la década de los noventa fueron tomando cuerpo un conjunto de medidas de apertura externa de la economía y de cambio de la regulación del sistema financiero que favorecieron la entrada de capitales. Estos hechos provocaron modificaciones de importancia en la estructura de financiación de los agentes privados, tanto entidades financieras como empresas, y potenciaron un incremento del crédito interno. Para un sector de analistas de la crisis asiática, estos hechos fueron la causa principal de las convulsiones económicas y financieras que se produjeron en el segundo semestre de 1997.

Las entradas de capital procedentes del exterior tuvieron un fuerte aumento a partir de los años noventa. Los gobiernos no fueron insensibles a los consejos de los organismos internacionales y a las presiones de los operadores internacionales que demandaban una presencia sin trabas en las economías más dinámicas del mundo. Medidas liberalizadoras del sistemas financiero acompañaron a la apertura de la cuenta de capitales del sector exterior. La coincidencia de una fase de fuerte expansión de la liquidez internacional, y tipos de interés a la baja, fueron factores muy favorables para la localización de fuertes volúmenes de inversión, generalmente a corto plazo, en las economías del este y sudeste asiático, todo ello unido a las perspectivas de fuerte crecimiento económico.

En el Cuadro 4.9. puede observarse el aumento de las posiciones de los bancos de los países que forman el G-10.

Cuadro 4.9. Posiciones de bancos del G-10 (millones de dólares)<sup>16</sup>

	Dic-93 (A)	Jun-97 (B)	B/A
Tailandia	29.100	69.400	2,4
Malasia	12.600	28.800	2,3
Indonesia	29.900	58.700	2,0
Filipinas	5.600	14.100	2,5
Corea del Sur	40.300	103.400	2,6
Hong Kong	186.900	222.300	1,2
Taiwán	15.200	25.200	1,6
Singapur	151.400	211.200	1,4

La financiación se dirigió hacia grupos empresariales y a bancos comerciales domésticos. Los altos tipos de interés nominales internos permitían un alto diferencial frente a los tipos de interés de las divisas, y era ventajoso adoptar una posición corta en divisas desde el punto de vista del margen financiero, o para las empresas, desde la óptica de sus costes financieros. Sin embargo debería haber sido obvio que existían fuertes riesgos en potencia.

Un factor de opacidad para la adecuada percepción de los riesgos era la prolongada estabilidad del tipo de cambio o su casi perfecta predictibilidad, al mantenerse dentro de las bandas prefijadas por las autoridades monetarias.

Además, la dinámica que habitualmente rige estos procesos, tampoco ayuda a la evaluación de los factores de riesgo. En los casos donde se produce una relajación de los controles que regulan los flujos externos de capitales, y existen poderosos factores de atracción hacia los inversores extranjeros -como mercados financieros con potencial de crecimiento y necesidades de financiación no cubiertas- se produce un choque inicial motivado por las fuertes entradas de capitales que genera un conjunto de efectos favorables a la apreciación del tipo de cambio nominal. Suele darse un aumento en el nivel de reservas dado que se financia holgadamente el déficit por cuenta corriente, y las inversiones en los mercados financieros, algunas veces con escasa liquidez inicial, elevan con fuerza los precios actuando de reclamo para nuevos inversores. La apreciación del tipo de cambio nominal es transformado por los operadores en signo de fortaleza y esto alimenta la idea de que una brusca caída es casi imposible.

Sin embargo pronto aparecen efectos perversos, ya que la apreciación del tipo de cambio supone un freno a las exportaciones y el déficit por cuenta corriente puede agravarse, como ocurrió de hecho.

Los fenómenos descritos acentúan los riesgos financieros en varias direcciones. En primer lugar se acentúa el riesgo de liquidez. Una de las manifestaciones de este riesgo es la imposibilidad de obtener financiación en una divisa determinada cuando un banco o una empresa es obligada a renovar su posición. Teniendo en cuenta el desfase de plazos frecuente entre las aplicaciones de los fondos tomados y los orígenes -en general a corto plazo-, el riesgo de renovación adquiere una presencia permanente e importante. Ante los cambios detectados en la calidad de las contrapartes o simplemente la existencia de alternativas mejores, los bancos que financian las posiciones aumentarán sus tipos y en casos graves simplemente cerrarán el grifo. En segundo lugar está el riesgo de cambio, que es la expresión desde el punto de vista financiero del diferencial entre los tipos de interés domésticos y los tipos de interés de las divisas. No pueden existir altos márgenes sin altos riesgos, salvo situaciones de control del mercado. Pero además está el riesgo de crédito que adquiere una dimensión añadida, por la financiación en divisas, ya que las empresas y también los bancos pueden sufrir fuertes deterioros de su calidad crediticia si una devaluación o depreciación de la divisa doméstica amplifica el importe de sus deudas.

La apertura rápida de la cuenta de capitales unido a un proceso de liberalización financiera, son procesos que favorecen el aumento de la vulnerabilidad del sistema. Dos factores internos juegan un papel relevante en el desarrollo posible de los acontecimientos. El primero es la voluntad política y, en su caso, la capacidad de las autoridades para desarrollar las funciones de regulación y supervisión que la nueva situación demanda. El segundo es la salud del sistema financiero, especialmente en recursos de capital, la calidad de los activos con riesgo en cartera, el desarrollo interno de los sistemas de control de riesgos y la dotación de recursos humanos y materiales.

Los hechos de los últimos años parecen mostrar que es difícil que los factores internos posean el nivel de desarrollo adecuado para superar con éxito la dura prueba que supone el cambio drástico en las condiciones competitivas. Hay que añadir que en una primera fase la apertura de la cuenta de capital y la liberalización financiera es un entorno favorable para la aparición de beneficios extraordinarios, originados por un aumento notable de las operaciones, la facturación de altas comisiones en un contexto de fuertes subidas de los precios de los activos financieros, y la existencia de grandes facilidades de financiación exterior. En esas condiciones se crean nuevas entidades financieras, muchas sin experiencia y vinculadas a grupos empresariales que desaparecerán cuando las condiciones económicas favorables se deterioren. Este proceso ocurrió con bastante generalidad en los diferentes países que sufrieron la crisis.

### ***Endeudamiento y alto apalancamiento de las empresas***

Las relaciones entre las empresas y el sistema financiero de los países asiáticos analizados son muy diferentes de las que existen de forma generalizada en Estados Unidos y en los países de la Unión Europea. En el caso de Japón ya hemos visto el papel del banco principal que establecía una relación privilegiada y a largo plazo con un conjunto de empresas, situación que implicaba, entre otras consecuencias, una amplia información sobre las empresas, con presencia en los órganos de gobierno y quizás la más importante, el banco actuaba como agente de pagos de las empresas. A cambio de esa estrecha dependencia y vinculación, la financiación estaba en cierto modo asegurada, y el peso de la deuda bancaria en el balance de las empresas superaba con creces los ratios medios habituales en nuestro entorno cercano. La comparación del ratio -deuda total sobre capital- de las empresas de la zona, con las empresas de los Estados Unidos, resulta muy desfavorable para la solvencia de las empresas asiáticas (Cuadro 10).

Sin embargo, el modelo comentado, de estrecha relación entre el banco principal y las empresas, obliga a matizar lo anterior. Gran parte de la deuda bancaria debe considerarse de hecho capital, en el sentido de su naturaleza de recursos permanentes y débilmente exigibles.

El compromiso del banco principal con las empresas, y la amalgama de relaciones entre los grupos empresariales, los bancos y el apoyo en última instancia de los gobiernos a las empresas con problemas, es uno de los rasgos específicos del modelo de crecimiento de las economías asiáticas. La traslación de parámetros financieros de unas situaciones a otras, sin tener en cuenta los aspectos institucionales y las reglas de juego no escritas, puede exigir algún matiz.

#### Cuadro 4.10. Ratios de apalancamiento (mediana)<sup>17</sup>

	Deuda total / Capital
Tailandia	1.85
Malasia	0.90
Indonesia	1.83
Filipinas	0.93
Corea del Sur	3.25
Hong Kong	1.42
Taiwán	0.74
Singapur	0.81
Estados Unidos <sup>18</sup> , rating AAA	0,24
Estados Unidos, rating A	0,39
Estados Unidos, rating B	0,69

### ***Debilidad del sistema de regulación y supervisión***

Uno de los factores de peso recogidos por los diferentes análisis de la crisis asiática es la escasa regulación del sistema financiero, que favorecía, como uno de sus efectos, la débil capitalización de los bancos. Cuando una empresa financiera entra en problemas de liquidez o en situaciones más graves de solvencia, el banco acreedor, sea cual sea el tipo de relación establecida con aquella, tiene un problema. Cuando existen problemas reales de menor rentabilidad de las empresas o incluso pérdidas, y el cumplimiento de las obligaciones contractuales de pago de capital e intereses de las facilidades crediticias se resiente, el banco acusa los problemas en sus márgenes y en su patrimonio; esa situación se ve agravada en un contexto de baja capitalización. Una posible respuesta sería ampliar capital pero esta decisión es muy costosa en un momento donde existe debilidad financiera y la prima de riesgo se ha incrementado. La vía alternativa es la reducción de tamaño contrayendo la actividad crediticia. Esta medida, a su vez, influye en la creación de depósitos y globalmente tendrá el efecto de una contracción de la actividad económica, además de los problemas inducidos sobre la liquidez de las empresas que pueden convertirse en problemas de solvencia. Si al mismo tiempo suben los tipos de interés, impulsados por actuaciones del banco central que intenta defender la divisa, bien por decisión propia o aconsejado por los organismos internacionales, entonces se acentúan las condiciones favorables para la selección adversa en la masa de créditos nuevos concedidos o refinanciados. Adicionalmente, debido a la mayor duración del activo sobre el pasivo puede existir un efecto a corto plazo, del riesgo de interés sobre el margen financiero. Las devaluaciones o depreciaciones aumentan el valor contable en la divisa doméstica de las deudas en divisas de las empresas y deteriora su calidad crediticia acentuando la probabilidad de insolvencia.

### ***Factores negativos previos a la crisis***

Antes del estallido de la crisis algunos indicadores económicos señalaban la existencia de ciertas debilidades en algunas de la economías de la zona.

Las exportaciones sufrieron una clara desaceleración en 1996 en todos los países analizados, excepto en el caso de Filipinas. En el Cuadro 4.11. se observa con claridad la ruptura que suponen los años 1996 y 1997 respecto a los anteriores.

Cuadro 4.11. Tasa de crecimiento anual de las exportaciones<sup>19</sup>

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Tailandia	13,7	13,4	22,7	24,8	-1,9	3,2
Malasia	18,1	16,1	23,1	26,6	7,3	6,0
Indonesia	14,0	8,3	9,9	18,0	5,8	11,2
Filipinas	11,1	15,8	18,5	29,4	17,7	22,8
Corea del Sur	8,0	7,7	15,7	31,5	4,1	7,2
Hong Kong	21,2	13,2	11,9	14,8	4,0	4,0
Taiwán	6,9	4,5	9,4	20,0	3,8	5,2
Singapur	8,5	17,0	25,8	21,0	6,4	-3,1

El dólar se apreció durante 1996 y el primer semestre de 1997, por lo que las divisas que tenían su cambio vinculado de forma rígida al dólar también se apreciaron. En el cuadro se observa que el *baht* tailandés, que se mantuvo estable con el dólar, sufrió una apreciación generalizada respecto a las divisas representativas de las grandes áreas comerciales: con el yen, con las divisas de América Latina y con el marco alemán; y sin embargo el *won* coreano, con una política de tipo de cambio vinculada al dólar, pero ajustable, se depreció respecto a las divisas latinoamericanas y al dólar, apreciándose ligeramente respecto al marco.

Cuadro 4.12. Apreciación (+) y depreciación (-) 1/1/1996 – 1/7/1997

	baht	won
Yen	12,3	0,4
Real brasileño	9,0	-2,0
Peso mexicano	5,1	-9,6
Peso chileno	4,2	-10,5
Marco alemán	23,8	6,4
Dólar estadounidense	1,8	-12,5

Otro factor negativo para la competitividad externa de los países protagonistas de la crisis fue la devaluación de la divisa china en 1994, que pasó de 5,76 a 8,61 *renminbi* por dólar de Estados Unidos.

El creciente déficit comercial y las salidas netas por rentas de capital hicieron mayores los déficits por cuenta corriente. En Tailandia el porcentaje que representaba el déficit de la balanza por cuenta corriente respecto el PIB fue

superior en 1996 y 1997 a los años anteriores que ya era elevado. En Corea del Sur se produjo un salto considerable en 1996 respecto a los años anteriores y en Indonesia aumentó en 1995 y 1996, pero situado en niveles no excesivos. En el resto de los países que presentaban déficit en 1996 no se produjo un cambio significativo respecto de la situación anterior.

Cuadro 4.13. Balanza por cuenta corriente (porcentaje del PIB)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Tailandia	-5,7	-5,1	-5,4	-7,9	-7,9	-4,0
Malasia	-3,7	-4,7	-6,2	-8,4	-5,0	-5,3
Indonesia	-2,0	-1,2	-1,6	-3,2	-3,4	-2,7
Filipinas	-1,6	-5,5	-4,6	-4,4	-4,7	-5,2
Corea del Sur	-1,3	0,3	-1,0	-1,8	-4,8	-2,0
Taiwán	4,0	3,2	2,7	2,1	4,0	2,7
Singapur	11,4	7,6	17,2	17,0	15,4	15,2

Las bolsas de Tailandia, Corea e Indonesia tuvieron un comportamiento bajista durante el primer semestre de 1997. Siempre es difícil encontrar las causas de los movimientos bursátiles pero es posible conjeturar que los problemas del sector exterior tuvieron cierta influencia. Otros factores negativos tuvieron su origen en el sistema financiero, donde aparecieron problemas graves, especialmente en Tailandia y Corea.

### ***La crisis bancaria de Tailandia***<sup>20</sup>

El gobierno tailandés estableció en Bangkok, en 1993, un centro financiero internacional *off-shore* con el objetivo de potenciar la competencia con Hong Kong y Singapur. En este centro se realizaban principalmente operaciones de préstamos en divisas tomados a través de compañías financieras y bancos comerciales, y transformados en préstamos en la divisa doméstica, *baht*, hacia el mercado interior; y también canalizaba el ahorro interior hacia su colocación exterior disfrutando de las clásicas ventajas y exenciones fiscales. La creación del centro se realizó en un contexto de baja regulación a lo que hay que añadir un entorno económico desfavorable a partir de 1995.

Durante 1996 se produjo un fuerte deterioro de las carteras crediticias. Los préstamos considerados en situación irregular bajo el criterio de no cumplir con las obligaciones contractuales durante un período mayor de seis meses, pasaron del 7,2% de la cartera total, en 1995, al 11,6% en mayo de 1997. Las estimaciones realizadas posteriormente elevaban esas cifras de 1997 a un 15% para los bancos, y a un 24% para las compañías financieras que tenían una alta concentración de sus créditos en el sector inmobiliario.

El sistema bancario de Tailandia carecía de una regulación prudencial adecuada. Entre los elementos de debilidad que esta ausencia favorecía son destacables la frecuencia con la que se producía la refinanciación de préstamos que

presentaban dificultades sin ser clasificados como dudosos; se contabilizaban los intereses de los préstamos con problemas y esos apuntes contables servían para pagos de dividendos, bonus e impuestos; por último, no existían límites a la concentración y eran dominantes las prácticas bancarias que privilegiaban los colaterales y no la capacidad de pago.

La reestructuración del sector financiero se inició en marzo de 1997, en una acción coordinada entre el Banco de Tailandia y el Ministerio de Finanzas que anunciaron la existencia de diez compañías con graves problemas de solvencia y liquidez, a las que aconsejaron que realizasen los adecuados incrementos de capital.

En marzo de 1997 el Banco de Tailandia introdujo la obligación de realizar provisiones para hacer frente a las posibles pérdidas de las carteras dañadas; en principio planteó un período de dos años para realizar los ajustes necesarios, pero ante la presión del sector, lo amplió a cinco años. Posteriormente este plazo dejó de ser operativo, ya que la situación se deterioró y muchas entidades desaparecieron.

En el período comprendido entre marzo y junio de 1997, el Banco de Tailandia proporcionó liquidez a 66 compañías financieras a tipos de interés inferiores a los de mercado. Esta medida fue conocida posteriormente, pero en su momento fue mantenida en un absoluto secreto. El 29 de junio de 1997, el Banco de Tailandia suspendió por 30 días las operaciones de 16 compañías financieras, basándose en la detectada falta de capital y en las enormes necesidades de liquidez.

Alcanzado este punto hay que señalar que la situación descrita era grave, y que una parte del mercado estaba “pillada” teniendo en cuenta la importancia de las posiciones interbancarias y los préstamos a corto plazo realizados a las compañías financieras por bancos extranjeros.

El día 2 de julio el gobierno anunció que el *baht* abandonaba su vinculación con el dólar y flotaba libremente. La fuerte caída de la divisa agravó aún más la situación de las entidades financieras debido a su posición de endeudamiento neto en dólares y otras divisas fuertes.

La delegación del FMI que a mediados de julio de 1997 visitó Tailandia, estimó, en base a la información ofrecida por las autoridades monetarias -que por otra parte era poco precisa y seguramente sesgada a la baja- que eran necesarios 17.000 millones de dólares, el 9% del PIB de Tailandia<sup>21</sup> de 1997, para que los bancos y compañías financieras alcanzasen los mínimos de solvencia de las normas internacionales. El agujero originado por los préstamos no rentables y las pérdidas de capital asociadas se estimaba en 9.000 millones de dólares en el caso de los bancos y 8.000 millones de dólares para las compañías financieras. El diagnóstico era tremendo, e incluía que prácticamente las 91 compañías financieras existentes eran insolventes, mientras que en el caso de los bancos, a los de mayor tamaño les faltaba capital aunque podrían salir adelante, pero el resto de los bancos, de menor tamaño, también estaban en quiebra técnica.

La acción combinada de los anuncios públicos de la situación y la crisis cambiaria llevó una fuerte desconfianza a los depositantes, y se produjeron fuertes retiradas de depósitos. Los prestamistas externos cerraron las líneas y no renovaron en muchos casos con lo que las necesidades de liquidez aumentaron y el Banco Central tuvo que hacer frente a una grave crisis bancaria.

El 14 de octubre de aquel 1997, las autoridades financieras presentaron un plan para el sector cuyos ejes principales eran: la prohibición de repartir dividendos al menos hasta 1999, la capitalización de las entidades teniendo en cuenta las nuevas normas sobre clasificación de préstamos irregulares y provisiones, la obligación de presentar al Banco de Tailandia los planes de capitalización, y la obligación de cumplir los niveles de capital antes del segundo trimestre de 1998. El incumplimiento de los planes permitía al Banco de Tailandia iniciar acciones legales y, finalmente, se recomendaba la búsqueda de socios externos dadas las dificultades internas para aportar los recursos.

Analizar en detalle los acontecimientos de Tailandia es importante, ya que es una crisis bancaria en toda regla, con bancos extranjeros en posiciones comprometidas; no sólo hay que valorar la caída del *baht* con todo lo importante que fue, sino que apareció de golpe, como elemento de sorpresa, la enorme debilidad del sector financiero, la evidencia de que la información sobre la situación era muy deficiente, y el estado de práctica insolvencia de muchas sociedades que estaban financiadas por bancos internacionales.

### ***Transmisión de la crisis***

La devaluación del *baht* abrió una dinámica de ventas masivas y operaciones especulativas en los diferentes mercados financieros. El aumento de actividad también se dio en los mercados de instrumentos derivados. En el ámbito bancario se produjo una fuerte contracción de la financiación a corto plazo, con la reducción de los límites o la no renovación de las líneas, con la consecuencia inmediata de fuertes salidas de capitales a corto plazo. También las ventas en los mercados de bonos y acciones tenían en muchos casos el mismo final en el mercado de cambios. El vuelco que se produjo en los flujos de capitales queda perfectamente reflejado en este párrafo, tomado de un informe del Banco Asiático de Desarrollo, "(...) en 1996, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia, recibieron en términos netos setenta y seis mil millones de dólares del exterior, mientras que en 1977 salieron treinta y seis mil millones de dólares. La variación asciende a ciento doce mil millones de dólares que en términos comparativos es el 12% del PIB de los países citados".

La crisis primero fue tailandesa, pero en menos de dos meses se convirtió en crisis asiática. A partir de la devaluación del *baht*, las ventas fueron masivas, con ataques especulativos sistemáticos contra las divisas que obligaron a los bancos centrales a retirar, tarde o temprano, la defensa de los niveles mantenidos antes de la crisis. En el estéril intento de resistirse a la flotación, los bancos centrales elevaron los tipos de interés, con lo que se agravaron los problemas de los frágiles sistemas bancarios, y consumieron enormes importes de sus reservas mediante

la venta de sus divisas fuertes sin que al final pudieran evitar las devaluaciones. El período de fuerte inestabilidad se prolongó hasta el otoño de 1998, y a partir del final de la grave crisis del *Long Term Capital Management*, los tipos de cambio se estabilizaron, e incluso recuperaron algo de valor pero en ningún caso volviendo a los niveles anteriores, y las bolsas iniciaron un recorrido al alza.

## **Repercusiones sobre América Latina**

Las repercusiones de la crisis asiática sobre América Latina fueron inmediatas. En agosto de 1997, cuando solo habían pasado quince días de la devaluación del *baht*, la prensa económica y los boletines de opinión especializados comenzaron a citar a Brasil como país candidato a seguir los pasos de Tailandia, con el “argumento” de que su tipo de cambio estaba apreciado. A partir de ese momento la presión con altibajos se mantuvo y en enero de 1999 el real brasileño fue devaluado.

Las primeras influencias se notaron en los mercados financieros debido a que por su naturaleza, donde cotizan las expectativas, la transmisión es inmediata. Un poco más tarde el canal de transmisión estuvo situado en la esfera comercial, con la caída de los precios de las materias primas, provocada por la recesión económica de los países asiáticos lo que provocó una contracción de las importaciones con incidencia en el comercio mundial. La región asiática representaba alrededor del 15% de las importaciones mundiales de materias primas y en el caso del cobre, casi un tercio de la demanda mundial.

La influencia<sup>22</sup> de los sucesos de Asia sobre las economías de América Latina y de otras regiones se materializó en una amplia variedad de hechos, entre los que destacan en primer lugar las caídas generalizadas en los mercados bursátiles. La bolsa argentina cayó un 33% entre el 22 de octubre de 1997 y el 12 de noviembre del mismo año. En Chile la caída comenzó en julio de 1997 y mantuvo una tendencia bajista hasta el otoño del año siguiente, registrando una caída del 55%. La bolsa brasileña siguió un proceso similar a la chilena acumulando aproximadamente en un año una pérdida del 65%. En México a raíz de la crisis del *baht* se detuvo la fuerte tendencia alcista y después de una etapa de estabilidad cayó un 42%; la recuperación comenzó en el otoño de 1998. Finalmente, el comportamiento de la bolsa venezolana fue muy similar a la mexicana con una caída del 47% en un año

En algunos casos es necesario complementar las cifras anteriores con las fortísimas revalorizaciones que se habían producido. Por ejemplo la bolsa de Brasil había crecido un 109% entre julio de 1996 y julio de 1997. Nos podemos preguntar cuáles fueron los fundamentos económicos de esta subida; probablemente la variable que más capacidad tiene para explicarla es el volumen. Va a ser difícil encontrar explicaciones en términos de crecimiento de los beneficios, reducciones de tipos de interés y menores primas de riesgo. Ante comportamientos tipo burbuja los choques externos negativos encuentran el terreno abonado. Estos procesos de euforia y depresión son factibles en mercados con poca profundidad, que reciben una inyección de liquidez y se ponen por las

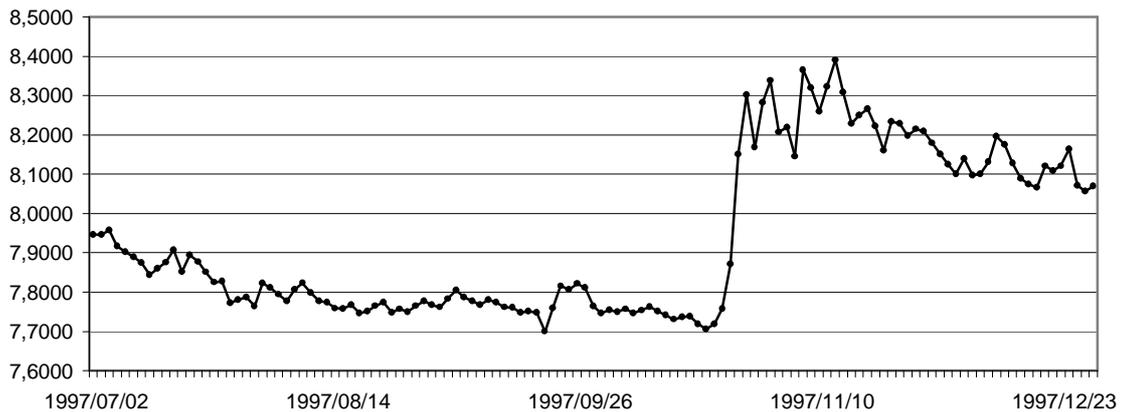
nubes, hasta que por algún motivo, interno o externo, el chorro baja su intensidad o se cierra, provocando unas correcciones espectaculares.

Gráfico 4.4. Índice BOVESPA Brasil 2/1/1995 18/8/2000



En segundo lugar, la crisis asiática presionó sobre las divisas que terminaron, en algunos casos, con devaluaciones. A partir de la devaluación del *baht* diversos ataques especulativos se sucedieron tanteando la fortaleza de las diferentes divisas. En Brasil en octubre de 1997 las salidas de capital a corto plazo ascendieron a 8.000 millones de dólares. El peso mexicano (gráfico 4.5.) perdió en dos días un 6%

Gráfico 4.5. Peso mexicano por dólar 1/7/97 31/12/97



Otro de los aspectos de la influencia de la crisis asiática sobre los mercados latinoamericanos es el alza de los tipos de interés. Los diferenciales de los tipos de interés con los rendimientos de los bonos de los Estados Unidos, de los eurobonos emitidos por países latinoamericanos, aumentó notablemente. Para las

emisiones argentinas el diferencial medio, pasó de un poco más de 100 pb a un máximo de 400 pb, que continuó en niveles en torno a 300 pb hasta el mes de marzo de 1998. En el caso de Brasil el incremento del diferencial fue de 300 pb, pasando de 200 pb a 500 pb en los momentos de mayor tensión. Las emisiones de México sufrieron una tensión menor, con un incremento aproximado de unos 125 pb en el diferencial de las emisiones. Los tipos de interés interbancarios registraron subidas en Argentina, Brasil y Chile.

La financiación externa de las economías de América Latina también sufrió un deterioro bajo la influencia de los sucesos de Asia. En el cuarto trimestre de 1997 se registró una notable contracción en el importe de las emisiones (Cuadro 4.14. ). Sin embargo la inversión extranjera directa no rompió la tendencia anterior a la crisis, con una fuerte vinculación con los programas de privatizaciones y los planes de liberalización de mercados. La disminución de las emisiones internacionales probablemente se produjo porque para muchos inversores internacionales los aumentos de tipos de interés no eran lo suficientemente agresivos para la cobertura del riesgo de crédito, y para los emisores los mayores tipos demandados por el mercado les parecían excesivos.

Cuadro 4.14. Emisiones internacionales de bonos (millones de dólares)<sup>23</sup>

	1T 1997	2T 1997	3T 1997	4T 1997
América Latina	11.876	18.726	19.762	3.800
Argentina	4.218	3.038	6.063	1.471
Brasil	1.992	7.056	4.237	1.437
México	3.316	6.413	3.146	892

Por último la influencia de la crisis asiática se tradujo en América Latina en una crisis económica con caída del producto per cápita, ya que las tensiones financieras terminaron haciendo mella en el crecimiento económico en los años 1998 y 1999 (Cuadro 15).

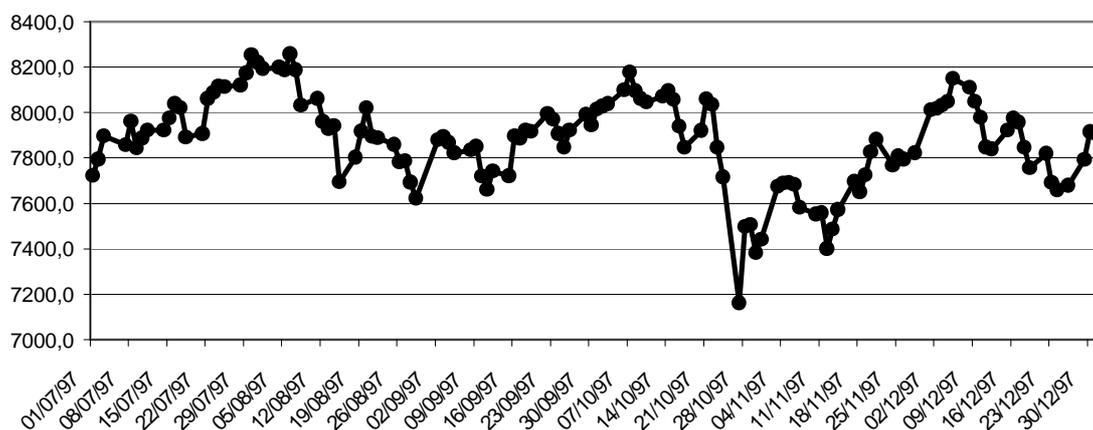
Cuadro 4.15. Crecimiento anual en América Latina<sup>24</sup>

	1997	1998	1999
América Latina y el Caribe	5,4	2,1	0,0
Brasil	3,8	0,0	0,5
México	6,8	4,9	3,5
Argentina	8,0	3,9	-3,5
Venezuela	6,6	-0,2	-7,0
Chile	7,0	3,1	-1,5
Ecuador	3,9	1,0	-7,0
Perú	5,6	0,1	3,0

## ***Influencia de la crisis asiática sobre las bolsas de Estados Unidos***

La crisis se manifestó con fuerza en las bolsas europeas y en Estados Unidos el 27 de octubre de 1997, cuando los principales índices de acciones, el Standard & Poor's, y el Nasdaq cedieron posiciones aunque pronto se recuperaron. Muchos de los análisis realizados durante 1998, sobre la repercusión de los sucesos de Asia en la economía de Estados Unidos, reflejaban un marcado optimismo. Una vez pasado los primeros momentos en los que la incertidumbre dominaba sobre cualquier otra consideración, los factores positivos comenzaron a situarse en primer plano. Dada la situación de fuerte crecimiento de la economía de Estados Unidos y el peligro de tensiones inflacionistas, la crisis asiática actuaba de moderadora y servía para poner un cierto freno al fuerte crecimiento, y de ese modo servía de sustituto a la política de aumento de tipos de interés que en otro caso tendría que realizar la Reserva Federal. Además, la caída de los precios de las materias primas, y especialmente del petróleo, era una inestimable ayuda a la contención de la inflación.

Gráfico 4.6. Dow Jones Industrial Crisis Asiática



Apéndice: El cambio de paradigma

<b>Euforia</b>	<b>Depresión</b>
Tigres, Dragones	Baja productividad
Milagro asiático	Las cifras son discutibles
Fuerte crecimiento	Baja eficiencia de las inversiones
Alta tasas de inversión	Capitalismo de amiguetes, corrupción
Ventaja competitiva de la alianza del gobierno, los bancos y las empresas	Burbujas financieras
Mercados emergentes	Alto riesgo
Alta competitividad exterior	Sistema financiero ineficiente
Sistema financiero flexible	Alta deuda privada
Sin déficit público	
Bajos ratios de deuda externa pública	

--	--

<sup>1</sup> En agosto de 1998 se produjo la moratoria rusa y la devaluación del rublo, y en septiembre el episodio de *Long Term Capital Management*. Septiembre de 1998 fue un mes de fuertes convulsiones financieras que también afectaron a las bolsas del este y sureste asiático. Por eso hemos calculado los cambios de precios antes de los anteriores sucesos, fijando de forma convencional el período de observación en un año.

<sup>2</sup> Hong Kong pasó a depender de China el 1 de julio de 1997 como la Región Administrativa Especial de Hong Kong bajo el principio de "un país, dos sistemas" lo que le confería una gran autonomía, salvo para las cuestiones militares y las relaciones internacionales. En el ámbito monetario se aplicaba el principio de "(...) un país, dos monedas, dos sistemas monetarios y dos autoridades monetarias mutuamente independientes". El dólar de Hong Kong estaba, y todavía continúa, vinculado al dólar mediante una paridad fija de 7,80 dólares de Hong Kong por un dólar de Estados Unidos y un mecanismo de tipo caja de conversión que básicamente implica que la emisión monetaria interna esté totalmente respaldada por la existencia de unas fuertes reservas de dólares y que no exista ninguna traba para convertir los dólares de Hong Kong en dólares de Estados Unidos al cambio convenido.

<sup>3</sup> La pérdida total no es la suma de los porcentajes debido al efecto del término  $\frac{\partial P}{P} \cdot \frac{\partial e}{e}$  que no es despreciable, siendo  $P$  el precio del mercado bursátil y  $e$  el tipo de cambio.

<sup>4</sup> En Radelt y Sachs (1998) se pasa revista a diversos organismos cuyo objetivo de algún modo es la predicción económica y en ningún caso dieron muestra de anticipar lo que ocurrió.

<sup>5</sup> En Reuven Glick, "Thoughts on the Origins of the Asia Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms", pg.1, recogido de Consensus Forecast, Asia-Pacific Consensus Forecasts, June 1997 y July 1998.

<sup>6</sup> Fitch IBCA Sovereign Comment 13 January 1998, "After Asia: some lessons of the crisis"

<sup>7</sup> Los datos aparecen en Fitch IBCA Sovereign Comment 13 January 1998, "After Asia: some lessons of the crisis"

<sup>8</sup> Los datos aparecen en Fitch IBCA Sovereign Comment 13 January 1998, "After Asia: some lessons of the crisis"

<sup>9</sup> André Orléan: "Le pouvoir de la finance", pg. 155

<sup>10</sup> Una selección es, Bustelo, García y Olivé (2000), Corsetti, Pesenti y Roubini (1999), Lindgren et al. (1999), Glick (1998), Palazuelos (1999), Singh (1998),

<sup>11</sup> Asian Development Bank, Outlook 2000

<sup>12</sup> Asian Development Bank, Outlook 2000

<sup>13</sup> Incremental capital output ratio ICOR  $\frac{\partial K}{\partial Y}$

<sup>14</sup> Los datos de las dos primeras columnas están tomados de Corsetti, Pesenti y Roubini (1999).

---

<sup>15</sup> Se puede demostrar que el cociente de los ICOR de cada período es igual al cociente de las elasticidades capital producto de cada período multiplicado por los ratios capital producto del comienzo de cada período.

<sup>16</sup> BIS, Basel Committee on Banking Supervision. WP, n° 2, June 1999 "Supervisory Lessons to be drawn from the Asian crisis".

<sup>17</sup> Los datos proceden de una muestra de 5500 empresas asiáticas.

<sup>18</sup> Standard & Poor's, Corporate Rating Criteria (1998), para la deuda a largo plazo de empresas industriales en el período 1994-1996.

<sup>19</sup> Banco Asiático de Desarrollo, Outlook 1998

<sup>20</sup> Este apartado se basa fundamentalmente en Lindgren et al. (1999).

<sup>21</sup> El estimado en esa fecha, ya que con la crisis fue menor y por lo tanto el porcentaje sube.

<sup>22</sup> En esta afirmación no existe la defensa de una causalidad única, ya que las economías de América Latina tenían sus propios elementos de fragilidad. El problema de delimitar la importancia de los elementos internos frente al choque externo, o como el choque externo actuó a través de los elementos de fragilidad internos, se sale de los límites de este trabajo.

<sup>23</sup> Fuente FMI

<sup>24</sup> Fuente CEPAL